

BARINGS

2024 OUTLOOK

COMING INTO
FOCUS

PUBLIC FIXED INCOME

CONVERSATIONS

不確実性の高まりとリスクの拡がりにより先行きが不透明となる中、ハイイールド、投資適格社債、新興国債券および証券化商品の各資産クラスに関する今後の見通しについて、各債券市場の投資プロフェッショナルが議論します。



BRIAN PACHECO
(ブライアン・パチェコ)

グローバル・ハイイールド
ポートフォリオ・マネジャー



RICARDO ADROGUÉ
(リカルド・アドロゲ)

グローバル・ソブリン債券 &
為替責任者



YULIA ALEKSEEVA
(ユリア・アレクシーバ)

証券化クレジット・リサーチ
責任者
ポートフォリオ・マネジャー



MATT LIVAS
(マット・リバス)

パブリック債券
クライアント・ポートフォリオ・
マネジメント責任者

マット・リバス (モデレーター) : 今日、世界全体に数多くの不確実性が存在しています。景気後退に向かっているのか、その期間や深程度合はどの程度なのか？今後の金利動向は？このような状況の中、過去1年間の投資市場でのサプライズや、今後1年間におけるこれらのダイナミクスについて、説明してください。

リカルド・アドロゲ : 2023年の米連邦準備制度理事会 (FRB) の利上げサイクルの幅は確かにサプライズだったものの、米国10年国債利回りの上昇や米ドル高、世界の大半の国における経済成長の鈍化などの背景にも関わらず、利上げを通じて米国経済が加速を続けたことはそれ以上に大きなサプライズでした。さらに重要なことは、インフレ調整後の金利が過去18ヶ月間で300bps上昇したことです¹。そして、それは世界経済、特に米国経済が、より長期に亘って堅調に成長を遂げていることを示唆していると思料されます。

ブライアン・パチェコ : ハイイールド市場に関しては、2023年、ローンと債券の両方が堅調に推移したことが一番のサプライズでした。これは、ハイイールドの特性である短期のデュレーションと低い金利感応度が一因ですが、ネガティブなカタリストがごく少数であった結果でもあります。**予想通り、2023年初に一部で予想されていたデフォルトの波は起こらず、金利の「長期的な金利上昇 (HIGHER-FOR-LONGER)」という現実は、特に変動金利のローンにとって追い風となりました。**同時に、格下げも妥当な水準となっています。

もちろん大きな問題は、マクロ経済が悪化し始めた場合、この好調を維持できるかどうかということです。その答えの一部には、現在の利回りおよびリターンの水準があります。ハイイールド市場に関しては、ローンは年初来で約10%のリターンとなり、現在の利回りは約9.5%となっています²。米国ハイイールド債券は、年初来で5%近く上昇し、利回りは約9.5%となっています³。この利回り水準は、経済が大幅に減速した場合において厚いクッションとなると思料されます。

ユリア・アレクシーバ : 2023年における最大のサプライズのひとつは、間違いなく堅調な米国の消費ですが、現在では軟調に転じた可能性があります。

特に、市場のサブプライム部分にストレスの兆候が生じ始めています。景気刺激策によって積み上がった貯蓄の減少に加え、2023年は自動車ローンや消費者ローンの延滞が急増したほか、クレジットカードの債務は史上初めて1兆米ドルを突破しました⁴。また先月は、サブプライム住宅ローンの延滞件数と不適格モーゲージの修正件数が新型コロナウイルス感染拡大以降最大の伸びを示しました。また、学生ローン返済も再開され、この影響も低所得層の消費者にとっては懸念材料となると思われます。これらのデータは、米国の個人消費について、下振れリスクが増大していることを示唆しています。

1. 出所: Federal Reserve 2023年10月31日現在

2. 出所: Credit Suisse 2023年10月31日現在

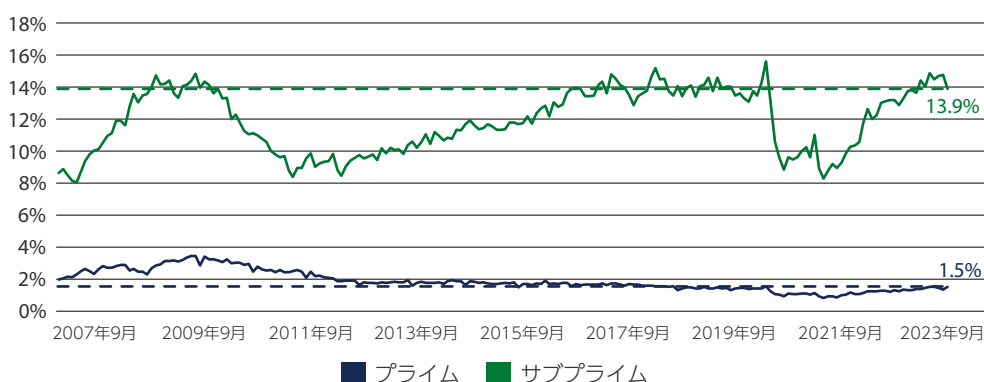
3. 出所: Bank of America 2023年10月31日現在

4. 出所: Federal Reserve Bank of New York 2023年10月31日現在

”全体として、企業はバランスシートを非常に保守的に管理し、負債の大半を借り換えて、歴史的に低い資金調達コストを維持しています。”

図1: 軟調な米国消費: サブプライム自動車の推移

自動車ABS30日以上の延滞率



出所: Barings, Bank of America 2023年10月31日現在

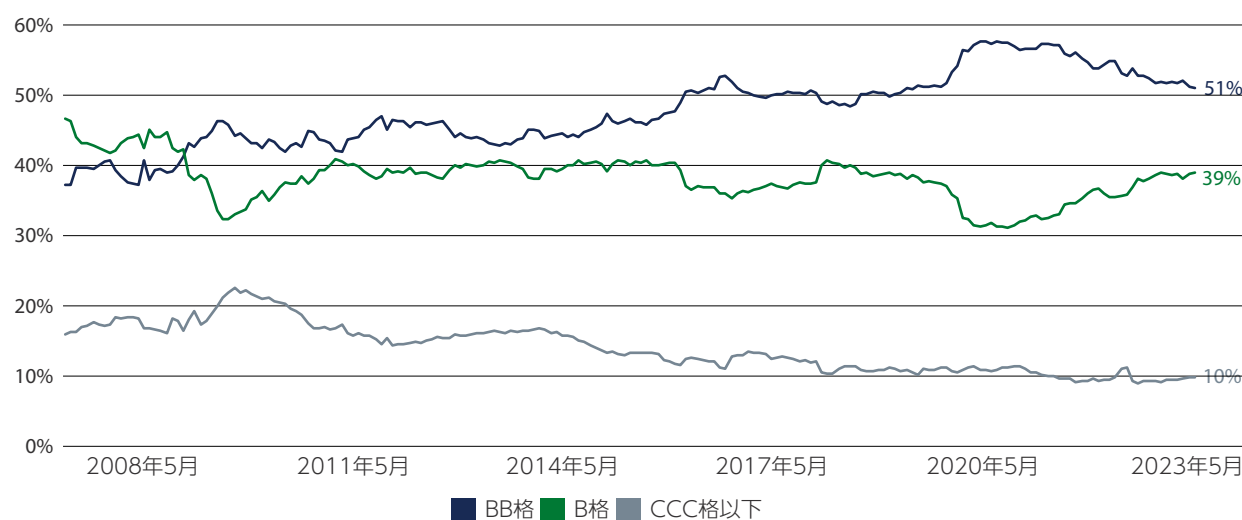
企業の観点からは、2024年はある程度の業績悪化が見られ始める可能性があります。ファンダメンタルズは堅調な状態からスタートしています。例えば、レバレッジは上昇したものの依然として妥当な水準にあります。金利上昇はインタレスト・カバレッジにとっては逆風となるものの、急激な影響は想定されていません。全体として、企業はバランスシートを非常に保守的に管理し、負債の大半を借り換えて、歴史的に低い資金調達コストを維持しています。大半の企業は、余剰資金など相当な財務柔軟性を有しており、景気後退の場合にも十分な態勢を整えています。

マット・リバス: ブライアン、ハイールド債券とローンのクレジットの質についての見解を聞かせてください。今後、デフォルトの波が押し寄せると予想していますか、それとも今後の見通しがネガティブに傾いているのでしょうか？

ブライアン・パチェコ: 2023年はデフォルトが比較的穏やかであったため、一部のアナリストは、今後12~18ヶ月間にデフォルト率が大幅に上昇し、投資家の損失が拡大すると予測しています。しかし、複数の重要な理由から、それは私たちの基本シナリオとは異なっています。第一に、景気後退や景気の急減速が起こるとすれば、それは今まで最も事前に予想されていた景気後退の一つとなるからです。市場は常に将来の動向を織り込むため、今後12~18ヶ月間にデフォルトに陥る可能性のある債券の多くはすでに額面に対して大幅なディスカウントで取引されており、現在の高い利回りはデフォルトが実現した場合にクッションとなると考えられます。

同時に、**ハイイールド債券市場の質**は過去10年間で大幅に改善しており、これがデフォルトが拡大する可能性は低いと考えるもう一つの理由です。例えば、BB格が市場に占める割合は、10年前の40%から現在では約半分となっています(図2)。デフォルト・リスクが最も高いCCC格は、世界金融危機後は20%以上だったものの、現在では10%に過ぎません。さらに、ハイイールド債券ユニバースの業種やセクターも多様化し、過去のデフォルト・サイクルのように、特定のセクターや業種に大きなストレスがかかることはなくなりました。このような理由から、発生するデフォルトの多くは個々の発行体の個別要因による可能性が高いと見られます。結論として、デフォルトは現在の低い水準から上昇する可能性が高いものの、ハイイールド債券市場は全体として健全な状態にあると見ています。

図2: 質の高い市場



出所: Bank of America 2023年9月30日現在

マット・リバス: 現在のライジング・スターとフォーリン・エンジェルの動向について教えてください。

ブライアン・パチェコ: 新型コロナウイルスの感染が拡大していた期間には、2,000億米ドル超の投資適格社債がハイイールドに格下げとなりました⁵。その後、ハイイールド市場は3,500億米ドルほど縮小しましたが、このうち2,300億米ドルがライジング・スターによるもので、テクニカル面ではポジティブに働いています。最近では、400億米ドルに相当するフォードの格上げなど、2024年においてもライジング・スターがフォーリン・エンジェルを上回ると予想していますが、テクニカル面による追い風は過去18ヶ月ほど大きくはないと見ています。

マット・リバス: リカルド、資産クラスとしての新興国債券は一様でないことは明白です。投資家が考慮すべき全体的なテーマやトレンドについて教えてください。

リカルド・アドロゲ: 新興国債券全体では、堅調な国内資金調達市場と柔軟な為替を有する国の方が、海外からの資金調達に大きく依存している国よりも、はるかに良好な結果をもたらす可能性が高いと見ています。フロンティア市場などの国内資金調達力が乏しい国の多くは固定為替が採用されているため、引き続き困難な状況にさらされると見ています。

5. 出所: J.P. Morgan, Bank of America 2023年10月31日現在

”10年以上にわたって非常に低い水準で推移してきた先進国市場の利回りは、ようやく魅力的な水準まで上昇してきました。”

しかし、今後デフォルトが増加する可能性はあるものの、ほとんどのリスクはすでに織り込み済みであり、これらの国の多くは危機的な水準で取引されています。また、これらの国々は新興国ソブリン・ハード・カレンシー・インデックスの10%程度を占めるに過ぎないということも重要です⁶。

同時に、これらの国の中には、デフォルトを回避するために海外からの資金調達を受けられる可能性があるとの指摘もあります。新型コロナウイルス感染拡大以降、多くの新興国が国際通貨基金（IMF）による共通の枠組みの下で金融支援を求めよう奨励され、場合によっては融資を受ける条件として債務をリストラクチャリングするか債務を履行する能力があってもデフォルトを選択するよう勧められました。現在の状況は変化しており、デフォルト以外の解決策が奨励されているようです。これは投資家にとってポジティブであり、窮地に陥っている国々に潜在的な投資機会をもたらしています。

マット・リバス：2024年を展望し、各債券市場における最も魅力のある投資機会について説明してください。

リカルド・アドロゲ：10年以上にわたって非常に低い水準で推移してきた先進国市場の利回りは、ようやく魅力的な水準まで上昇してきました。特に、先進国市場の金利には投資機会が生じており、多くの人が予想しているように、「長期的な金利上昇（HIGHER-FOR-LONGER）」という金利環境が実現し、実質金利も高い水準を維持すれば、このような投資機会は今後も存在し続けると考えています。米国消費の低迷やFRBの利下げ観測はベアリングスの見通しに影響を与えるものの、こうしたシナリオが短期的に展開されるとは考えておらず、2024年は先進国市場の金利にとって良好な状況となると考えています。

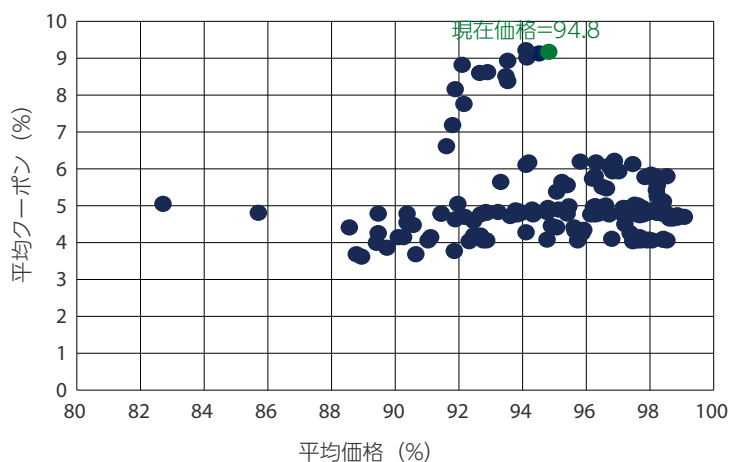
新興国には2つの投資機会があると見ています。ひとつは前述のとおり、ディストレストです。ディストレスト銘柄の中には、価格が20セントもしくは30セントとなっている銘柄も散見されます。これらの多くの銘柄の価格は60セントの価値があると思われるため、正しく選択すれば2倍以上の資金獲得が可能となります。2つめは、新興国金利と先進国金利は異なるサイクルにあることです。多くの新興国は過去に量的緩和を実行しておらず、現在も実行していません。その結果、新興国の金利は特に魅力があると思われます。多くの国がそうであるように、自国の国内市場から借入が可能で広範にインフレが抑制されている国は、投資家にとって国内金利の選別的な投資機会を提供しています。

6. 出所: Barings 2023年10月31日現在

ブライアン・パチェコ：足元のハイイールドにも同様のテーマが見られます。例えば、BB格の利回りは7～8%で、クーポンや元本返済などの契約上の性質を考えると、超長期的に10～11%程度のリターンを獲得してきたS&P500などの株式市場と比較しても、非常に高い水準にあります⁷。**利回りがこの水準であれば、追加的なクレジット・リスクを取って「利回り水準を上げる」必要はありません**。私たちは短中期の満期を有し、借り手が流動性および担保能力を有している、つまり、基本的に複数の借り換え手段を有しているような場合の取引に特に投資機会があると考えています。BB格やB格の高い格付けにおいて、スプレッドの縮小に繋がるカタリストを見出します。それには収益モメンタムもしくはファンダメンタルズ改善による格上げなどが含まれます。

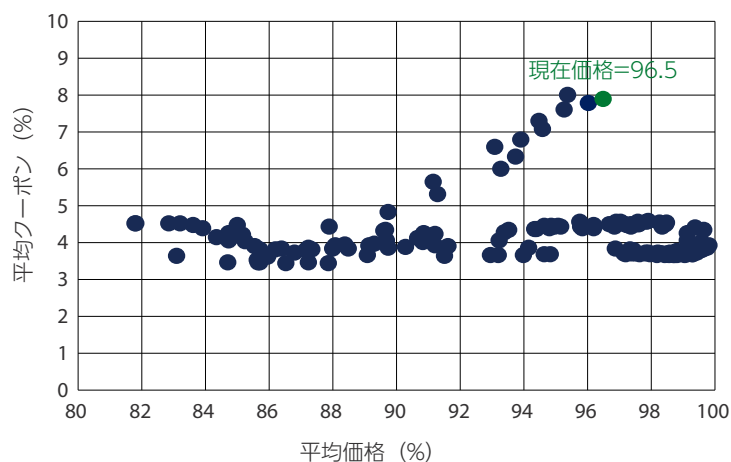
図3: ローン市場のインカムはピークにあり、今後も高水準が維持されると予想

米国ローン市場 価格に対するクーポン



出所: Barings, Credit Suisse Leveraged Loan Index, Credit Suisse Western European Leveraged Loan Index (non-USD) 2023年9月30日現在

欧州ローン市場 価格に対するクーポン



出所: Barings, Bloomberg 2023年9月30日現在

イメージ目的のみ。上記分析は、議論された特定の要素のみを示すことを意図しており、潜在的な結果に織り込まれ得るすべての要素や変数を表しているわけではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を予測・保証するものではありません。

ローン市場では、高いキャリーが見られます。BB格のローンは約7.5～8%のクーポンを提示しており、歴史的にデフォルト率が非常に低い市場の一つとなっています⁸。ローン市場の他の分野にも投資機会が見られます。例えば、足元で第一抵当権付ローンは株式並みの期待リターンが見込まれます。この様な状況は、世界金融危機や新型コロナウイルス感染拡大のようなネガティブな一大マクロイベントを除くと、めったに生じません。

7. 出所: Bank of America 2023年10月31日現在

8. 出所: Credit Suisse 2023年10月31日現在

ユリア・アレクシーバ: 証券化の分野では、現在**不動産担保証券 (MBS)** に投資機会があると見ています。バリュエーションは絶対ベースでも魅力的であり、名目スプレッドやオプション調整後スプレッドともに過去10年間で99パーセンタイルに位置しています (図4)。相対ベースでも、MBSは投資適格社債に対して魅力的であると見られます。住宅ローンには政府保証があるため信用リスクはなく、主なリスクはネガティブ・コンベクシティです。しかし、ここ数年の低金利環境の中で、多くの借り手が歴史的な低金利で住宅ローンを借り換えており、これは今日の低い期限前償還リスクを示唆しています⁹。その結果、市場には上昇の余地が大きいと見ています。**このような理由から、これまでモーゲージへの投資機会をうかがってきた投資家にとって、現在は魅力的なエントリー・ポイントになると考えています。**

図4: MBSのスプレッドは歴史的に見て魅力的な水準



出所: Morgan Stanley 2023年10月31日現在

具体的には、投資家はイールドカーブのフロントエンド (短期ゾーン) において反転の恩恵を受け、クレジット・リスクの影響をほとんど受けずに約7%のクーポン獲得が可能となります¹⁰。また、景気後退が近い場合、自然にレバレッジが低下する資産に投資することで、投資家が本質的にリスクを回避することになります。

最後に、2024年は投資適格社債にとって良好な年になると見ています。投資適格社債のスプレッドは非常に縮小した水準にありますが、オールイン利回りは2009年以来の高水準にあります。そのため、状況がより明確になるまでの間は、セクターや地域を問わず、慎重に質の高い銘柄に注目するのに良い時期だと考えます。

9. 出所: Bank of America 2023年10月31日現在

10. 出所: Barings 2023年10月31日現在

”状況がより明確になるまでの間は、セクターや地域を問わず、慎重に質の高い銘柄に注目するのに良い時期だと考えます。”

マット・リバス：今日の市場における最大のリスクについて説明してください。

リカルド・アドロゲ：今日、私たちが注目している最大のリスクは中国経済が減速傾向にあることで、これはグローバル経済全般、特に新興国に密接に関係しています。また、地政学リスクに対する懸念も存在するため、国別分析も重要です。私たちは、国内の資金調達やリストラクチャリングが正しい方向に向かっているとされるなど、今後の道筋が明確な国を選好する傾向があります。

ユリア・アレクシーバ：個別の市場では、米国の商業用不動産市場に懸念を持っています。新しい金利環境やオフィス・セクターの困難な状況と相俟って、不動産の種類を問わずバリュエーションが低下しています。その結果、商業用不動産ローン担保証券（CMBS）の価格が下落しました。私たちは、他の市場参加者が出口へと急ぐ一方で、継続的な再引受に注目し、CMBS市場の堅調な部分のみを選別してきました。

ブライアン・パチェコ：デフォルト率の見通しや現在の高い利回りを考えると、ハイールドおよびローン市場全体に対してはそれほど懸念は抱いていませんが、この経済サイクルにおいて他と異なる点は、近年発行されたローンにおける薄いプロテクションと、企業やスポンサーによるギャップを利用しようとする動きです。誤った負債管理による負の影響を懸念しており、例えば最大の貸し手であることや交渉のテーブルにつくこと、スポンサーや同業者、アドバイザーとのリレーションシップなどによりリスクを軽減する方法はあるものの、確実ではありません。

同時に、完璧なタイミングを計ろうとするあまり、機会を逸するリスクもあります。現在のインカム水準はあまりに魅力的であり、通常このような状況はさほど長くは続くことはありません。しかし、より困難なシナリオが展開される可能性がある以上、追加的な下振れを回避し、今後の困難に耐え得る発行体を見極めるためには、発行体、案件および銘柄それぞれに対するボトムアップ・アプローチによる投資が重要だと考えます。

このインサイトは2024年パブリック債券見通しに関するラウンドテーブルからの抜粋です。ポッドキャストは以下よりお聞きいただけます。

<https://www.barings.com/en-us/institutional/perspectives/viewpoints/2024-public-fixed-income-outlook>

Barings is a \$347+ billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual,

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2023 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第396号、一般社団法人日本投資顧問業協会会員、一般社団法人投資信託協会会員)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 3275623

[LEARN MORE AT BARINGS.COM](https://www.baring.com)

*As of September 30, 2023

23-3236721